

美国政府财政下一个违约风险时点： 2014年2月7日

伴随着奥巴马在10月17日凌晨签署两院通过的法案，美国政府正式结束历时16天的政府关门，政府将正常运作至2014年1月15日。债务上限方面，法案成功提高债务上限至2014年2月7日。这一时点成为一个美国政府财政的违约风险关注时点。

李青

美国东部时间10月16日，参议院以81票支持、18票反对投票通过了结束政府关门和提高债务上限法案。法案主要内容为政府将正常运作至2014年1月15日，以及提高债务上限至2014年2月7日。接着，众议院以285:144票表决通过了该法案，并由奥巴马在午夜签署通过，化解了美国即将面临债务违约的危机。美国政府正式结束历时16天的政府关门。

参议院提案暂时性方案效果差于2011年

伴随着奥巴马在10月17日凌晨签署两院通过的法案，美国政府正式结束历时16天的政府关门，政府将正常运作至2014年1月15日。债务上限方面，法案成功提高债务上限至2014年2月7日。美国避免违约以及政府重新开始运作符合预期。

这次谈判过程曲折，牵动市场神经。

回顾来看，10月10日，共和党提议无附加条件，短期调高债务上限。主要内容为将债务上限延长六周，前提是奥巴马和共和党会就财政问题进行沟通。但政府依然关门。该方案遭到奥巴马的反对，认为政府关门问题需要同时得到解决。

10月15日，众议院提出两项议案。第一项议案主要内容为恢复美国政府正常运作至1月15日，提高债务上限至2014年2月7日，附加推迟两年实施与奥巴马医改法案有关的医疗设备税。该议案受到民主党人的反对。之后，博纳修改议案，其主要内容为暂时恢复美国政府正常运作至12月15日，并提高债务上限至2014年2月7日，与此同时，附加迫使国会、内阁所有人员缴纳更多医疗保险费用的条件。此外，博纳方案还在参议院方案基础上增加了推迟征收医疗设备税和取消对国会、政府成员医保补贴的附加条件。不过，由于众议院民主党人以及共和党中的保守派的反对，博纳取消了对修改后法案的投票。

与此同时，参议院也在拟定提高债务上限的方案。参议院方案的主要内容暂时恢复政府正常运作至2014年1月15日，并提高债务上限至2014年2月7日，附加享受奥巴马医改补贴人群需提交收入证明，财政部可以用“非常措施”度过新的债务上限日期2月7日，国会议员将就长期财政预算协议展开谈判，并在12月13日前达成协议，以及补发被迫休员工工资等条件。该方案中未对包括奥巴马医改等福利政策以及自动削减赤字计划作出实质性的变动，较为接近民主党所希望的“无附加条件”法案。

为了等待众议院博纳方案表决，参议院的方案未接计划在星期二进行表决。不过，在博纳取消众议院议案表决后，周三参议院的表决顺利进行。参议院以81票支持、18票反对投票通过了法案。接着，众议院以285:144票表决通过了结束政府关门和提高债务上限的法案。奥巴马也在午夜，迅速签署了参议院提出的方案，化解了美国即将面临债务违约的危机。

根据通过的方案，我们认为有几点值得注意：1、虽然财政问题短期内得到解决，但基于方案的暂时性属性，政府关门问题和债务上限问题分别在明年1月及2月会再度困扰市场；2、两党并没有对长期财政预算达成一致，在暂时没有政府关门及债务上限压力的情况下，12月13日前是否能

达成一致仍是未知数。和长期财政预算息息相关的税收政策和福利政策，这两大政策的不确定性势必影响企业及家庭个人的决策，抑制美国经济复苏速度；3、国会两党每次不到“紧急时刻”不达成协议的态度削弱市场对美国主权信用信心。短期美债收益率预计上行。

QE削减时点将被延后

由于奥巴马签署的法案仅是暂时延后了国债上限的时间，具体国债上调的规模和相关条件都未在本次法案中列明。若12月13日前，国会两党在财政预算案上不能达成一致，政府关门以及债务上限上调问题将再度爆发。因此，今年年底和与去年年底相似，都面临着财政相关政策的不确定性，预计将增加市场情绪的波动性。

在财政政策困局难解的情况下，货币政策只能独立支持市场信心及经济复苏。考虑到伯南克的任期到明年1月31日结束，而且2014年1月28—29日的议息会议后没有新闻发布会，量化宽松QE规模削减时点预计将延后至2014年3月18—19日。上周耶伦获得奥巴马的提名，成为接替伯南克成为下一届美联储主席的候选人。参议院同意耶伦就职的可能性高。耶伦的当选有利于维护美国货币政策的持续性。宽松的货币政策将支持美国就业市场的复苏。需要注意的是，明年FOMC投票委员会轮换后，鹰派实力会有所增强。若通胀出现过



高的情况，美联储从超宽松货币政策中退出的速度或较预期快。

美国四季度经济预测下调至2.2%

近期经济数据显示美国经济总体继续温和复苏，物价上涨温和，经济增长趋势总体符合市场预期。房地产市场方面，低库存、稳定的新家庭组成数以及美联储维持超宽松货币政策不变的大环境支持新屋开工数，此外，领先指标营建许可亦显示新屋开工数将在未来几个月增加。超出市场预期可能性高。

不过，美国政府关门以及债务上限谈判势必损害消费者及市场信心，增加企业制定其雇佣和扩张计划的难度。虽然根据法案，政府被迫休雇员工的工资可以获得补发，但是有关政府仍有可能在明年再度关闭的担忧在财政预算案清晰前，仍难以消除。

美国政府关门的主要直接影响包括以下五点：旅游相关收入（其中包括门票、景点周围住宿、餐饮等）的损失，譬如，10月份一般是旅游旺季，游客日均在亚利桑那州大峡谷等国家公园消费270万美元；

为政府提供产品的企业无法按计划

交付产品以及及时收到款项（其中包括国防相关企业，制造业企业等），并随之带来裁员或员工被迫休假等负面影响；小企业无法按时收到美国联邦中小企业管理局（Small Business Administration）的贷款，需要转向高利率的替代贷款，借贷成本提高；

经济数据延迟公布；

地方政府税收受到影响。根据评级机构穆迪的分析，政府关闭三到四个星期会造成约550亿美元的经济损失。每周被迫休假的联邦雇员的工资将达到约10亿美元。马里兰州的预测，政府关门期间，它每天会失去约

500万美元的税收收入。在美国各区域，华盛顿DC区域受到的政府负面冲击最大，每日约损失2.2亿美元。此外，根据另一家评级机构标准普尔的分析，本次历时两周的政府关门会造成月240亿美元的经济损失，四季度GDP增速将被下调0.6个百分点。

考虑到政策不确定性对经济的影响，四季度美国经济损失规模在280亿美元左右，下调美国四季度GDP增速至2.2%，美国全年GDP增速至1.9%。受经济增长不及预期，QE规模缩减时点延后影响，我们下调2013年美国指数预测至81。（作者系招商证券宏观研究员）

从利率管理到收益率曲线管理

薛鹤翔

过去的货币政策及政策研究主要精力是放在利率的绝对水平变化对经济的影响之上，即降息或加息的作用或是经济对货币政策的驱动。这一分析框架有效的前提是货币政策传导机制畅通，广义而言，就是撬动收益率曲线上任一期限的利率水平，就会扩散到整条收益率曲线之上。从惯例而言，管理好短期利率，就可以管理好整条收益率曲线，而至于期限利差和信用利差由市场决定即可，这两者可以自由反映市场对时间和信用的风险偏好。

但金融体系累积的矛盾总是越来越多，央行的目标也越来越复杂，尤其是央行对金融企业和其他私人部门的资产负债表负责一定责任以后。因此，次贷危机后，量化宽松、扭转操作等对收益率曲线直接操作的作为层出不穷，而且我们也观察到这些非常规货币政策现在基本上已经常规化。

自从6月“钱荒”之后，人民银行开始意识到对收益率曲线管理的重要性，其货币政策操作呈现结构化差异，为稳定短期资金面，加强了逆回购操作，以及通过SLF保证国有重大项目的流动性充裕，而在长期资金面，通过央票续发以锁定长期资金。看似矛盾的操作，看似给市场不明确的信号，其背后体现了央行意图主动调节收益率曲线的货币政策战略变革。

当央行的货币政策管理思路从利率管理向收益率曲线管理转变之后，我们便很难用简单地加息或降息来理解央行是收紧还是放松货币政策，当然数量型指标如信贷、社会融资总量等指标的指

向性则更弱。

收益率曲线诸事略考

收益率曲线一般有三个维度，一是利率的绝对水平，它决定了收益率曲线距离零利率地面的平均高度；二是收益率曲线的弯曲度，反映了中期期限的收益率水平；三是收益率曲线的倾斜度，可用利差表征，它决定了收益率曲线的陡峭程度，即期限利差或期限风险，即对更高久期的债券价格受利率波动而引起的价格波动的风险补偿。

利率期限结构为研究制定货币政策提供了除利率绝对水平以外的其他信息。Fama and Bliss(1987)、Hardouvelis(1998)的研究表明利率期限结构对未来短期利率具有显著的预测能力。Mishkin(1990a,1990b)、Fama(1990)的实证研究表明利率期限结构可用来分析未来通货膨胀大小。Stock and Watson(1989)发现，收益率曲线变平坦是经济衰退即将到来的强烈信号。Haubrich and Dornbusch(1996)发现利差是对接下来四个季度经济增长的极好预测指标。

正是由于利率期限结构作为金融分析的基础，包含了大量有用的信息，近年来在各国货币政策制定和操作中发挥了重要作用，包括英格兰银行、美联储在内的许多国家央行已将利率期限结构纳入其编制的先行经济景气指数，并定期公布长短利差的变动。特别是在日本央行、美联储、英格兰银行相继降息至零，然后才实施量化宽松政策。因此，实施收益率曲线管理一个

现实的前提是，原来的货币政策工具短期利率已经没有施展空间，而中长期利率又过高，因此必须实行长端资产的购买。短端利率已经降无可降，但央行仍然可以运用前瞻指引等政策来引导短期利率，通过影响利率远期来影响利率的时间曲线，进而影响全社会的借贷成本。

美联储收益率曲线管理

美联储在次贷危机以来对国债的收益率曲线做了两件事，一是将联邦基金利率降低至零，以此使得短端国债收益率降低至零。二是通过长期债券购买计划使得长期国债收益率大幅下降。因此，当美联储开始提出QE退出预期时，收益率曲线开始陡峭化。

美联储为什么如此操作？联邦基金利率被迫下降至零是因为流动性陷阱，零并不是最优的，只是名义利率的下界限，而现在欧洲越来越多的名义负利率正在被讨论。在德国、瑞士等国的国债交易中，短期国债（如3个月期）在欧债危机期间经常出现负收益率的状况。

大量购买长期国债、MBS，一方面是为了提高金融机构的资产价格，一方面是为了降低政府、私人部门的融资成本。

除量化宽松以外，扭转操作（Operation Twist）是另一种形式的量化宽松，这也是一种货币政策放松的形式。

美联储实现收益率曲线管理的方式就是直接在债券市场上购买，其立竿见影的效果取决于美国极为发达的债券市

场。即便美联储进行了大规模的资产购买，尽管如此，经过长达五年的量化宽松，美联储持有的国债依然只占美国国债规模的10%，并没有影响到整个美国国债市场的流动性，但是其规模超过了央行应持有的国债规模。一般而言，一国央行持有一国国债规模在2%-3%之间是合理的。

2012年底以来，美联储面对的一个现实问题是如何退出量化宽松，在我们看来，其主要原因并非是通胀与经济复苏，而是美联储试图恢复原有的货币政策运行机制即利率传导机制，因而有意识尝试去缩减其资产负债表规模。但是，当美联储向市场释放这一预期时，市场利率（主要是长端，以美国十年期国债收益率为代表）开始反映出这一退出预期而持续上涨，这本身也对美国经济造成了损害，并且QE退出使得资金向欧洲持续流动的趋势，也对欧洲的经济复苏有正面作用。这也是日本央行QE退出长期内归于失败的重要原因。

利率市场进程中的收益率曲线管理

自人民银行公布2013年二季度货币政策执行报告以来，人民银行的货币政策呈现出结构化差异。8月初逆回购操作重启，逆回购利率最初保持了与市场利率相当的上浮，7天逆回购从3.35%上升到4.4%，14天逆回购从3.45%上升到4.5%，而同期的银行间质押式回购利率中权从3%上升到4%。而此后逆回购利率迅速趋松，7天逆回购从4.4%下降到4%，再下降到3.9%。14天逆回购利率从4.5%下降到

4.1%。在长端则续发了三年期央票，利率在3.5%。

收益率曲线在央行这些操作的影响下，初期反映为收益率曲线呈现逆时针扭转操作，即短端下降和长端上升，其目的被理解为减少金融体系的流动性。

作为利率市场化的中国金融市场，客观上说，人民银行在长期的货币政策执行中主要是运用信贷等数量型工具，利率工具由于利率市场化未完全完成的原因而受限，一方面，存款利率缺乏波动，另一方面，尽管央行一直试图让Shibor成为利率基准，但人民银行始终没有实现这一目标，而逆回购利率由于逆回购时有时无，也有明显的欠缺。在这样一种利率工具尚未运用成熟的背景下，由于实际情况的需要，即利率管理的复杂化，人民央行也逐步尝试对收益率曲线的管理。这可能面临三个问题：1、利率市场化没有完成，主要是指商业银行存款的利率市场化，这导致利率传导机制并不畅通；2、国债市场规模一般是在国家债务规模过大、短端利率降无可降的背景下才大规模实施，而中国显然尚未到这一步，因此在这一背景下所作的收益率曲线管理应该也是局部的和暂时的。

但无论如何，我们认为，在当前这种错综复杂的金融形势下，央行的货币政策管理部分地暂时地从利率管理转向收益率曲线管理，是一种对货币政策的丰富和非常有益的尝试。

（作者系国泰君安证券宏观研究员）